

**ANALISIS NILAI INTRINSIK PADA SAHAM EMPAT BANK  
TERBESAR NASIONAL DENGAN METODE *DISCOUNTED CASH FLOW*  
DAN *RELATIVE VALUATION* UNTUK PERAMALAN NILAI SAHAM  
EKSPEKTASIAN DALAM PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI**

Tesis

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan  
Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
Universitas Katolik Soegijapranata Semarang



Diajukan oleh

NAMA : Januari Ayu Fridayani

NIM : 13.90.0036

PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS KATOLIK SOEGIJAPRANATA SEMARANG

2016

## PERNYATAAN KEASLIAN TESIS

Saya yang bertandatangan di bawah ini :

NAMA : JANUARI AYU FRIDAYANI

NIM : 13.90.0036

Program Studi : Program Magister Manajemen

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Bidang Konsentrasi : Keuangan

Dengan judul :

**ANALISIS NILAI INTRINSIK PADA SAHAM EMPAT BANK  
TERBESAR NASIONAL DENGAN METODE *DISCOUNTED CASH  
FLOW* DAN *RELATIVE VALUATION* UNTUK PERAMALAN  
NILAI SAHAM EKSPEKTASIAN DALAM PENGAMBILAN  
KEPUTUSAN INVESTASI**

Menyatakan bahwa tesis ini adalah hasil karya saya sendiri, dan apabila dikemudian hari ditemukan adanya bukti plagiasi, manipulasi dan/atau pemalsuan data maupun bentuk-bentuk kecurangan yang lain, saya bersedia untuk menerima sanksi dari Program Pascasarjana Magister Manajemen Universitas Katolik Soegijapranata Semarang.

Semarang, Oktober 2016

Januari Ayu Fridayani

**HALAMAN PERSETUJUAN PEMBIMBING**

NAMA : Januari Ayu Fridayani

N I M : 13.90.0036

Program Studi : Program Magister Manajemen

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Bidang Konsentrasi : Keuangan

JUDUL TESIS :

Analisis Nilai Intrinsik Pada Saham Empat Bank Terbesar Nasional Dengan Metode *Discounted Cash Flow* dan *Relative Valuation* Untuk Peramalan Nilai Saham Ekspektasian Dalam Pengambilan Keputusan Investasi

Semarang, Oktober 2016

Disetujui oleh,

Dosen Pembimbing I

Dosen Pembimbing II

Dr. Elizabeth Lucky M, Msi

Wisnu Djati, SE, M.Si

## HALAMAN PENGESAHAN

JUDUL TESIS :

Analisis Nilai Intrinsik Pada Saham Empat Bank Terbesar Nasional Dengan Metode *Discounted Cash Flow* dan *Relative Valuation* Untuk Peramalan Nilai Saham Ekspektasian Dalam Pengambilan Keputusan Investasi

NAMA : Januari Ayu Fridayani

N I M : 13.90.0036

Program Studi : Program Magister Manajemen  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Bidang Konsentrasi : Keuangan

Telah diterima dan diuji dalam ujian TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini :

Semarang, Oktober 2016

Koordinator Penguji,

Anggota Penguji,

Prof. Dr. Andreas Lako, M.Si

Eny Trimeiningrum, SE, M.Si

Dosen Pembimbing I

Dosen Pembimbing II

Dr. Elizabeth Lucky M, Msi

Wisnu Djati, SE, M.Si

## ABSTRACT

### ***INTRINSIC VALUE ANALYSIS OF THE LARGEST FOUR NATIONAL BANK STOCKS WITH DISCOUNTED CASH FLOW AND RELATIVE VALUATION METHODS FOR FORECASTING THE EXPECTED SHARES IN INVESTMENT DECISION***

*The purpose of this study was to determine the intrinsic value of the stock's four largest banks nationwide that BBRI, BMRI, BBNI and BBKA which is then compared with the results of forecasting stock value the expected as well as knowing both methods were used which one produces an intrinsic value that is closer to the value of investors' expectations.*

*The analytical methods used are discounted cash flow approach to free cash flow to equity (FCFE) and relative valuation approach price-to-book value (PBV). Data were obtained from audited financial statements for the period 2011-2015, while the value of shares expected by investors using pivot point approach with annual stock data for one year. The study will compare the results with the results of forecasting the intrinsic value of stock value ekspektasian to acquire stock price conditions and recommended methods.*

*The results showed that the method FCFE stock BBRI, BMRI, BBNI and BBKA are undervalued, then the method PBV BBRI and BBKA shares are overvalued while stocks BMRI and BBNI are undervalued. The most recommended method because it comes close to the expected value investor is the method FCFE.*

**Keywords :** *Intrinsic value, discounted cash flow, relative valuation, FCFE, PBV, undervalue, overvalue*

## ABSTRAK

### ANALISIS NILAI INTRINSIK PADA SAHAM EMPAT BANK TERBESAR NASIONAL DENGAN METODE *DISCOUNTED CASH FLOW* DAN *RELATIVE VALUATION* UNTUK PERAMALAN NILAI SAHAM EKSPEKTASIAN DALAM PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui nilai intrinsik saham empat bank terbesar nasional yaitu BBRI, BMRI, BBNI dan BBCA yang kemudian diperbandingkan dengan hasil peramalan nilai saham ekspektasian serta mengetahui dari kedua metode yang digunakan manakah yang menghasilkan nilai intrinsik yang lebih mendekati dengan nilai harapan investor.

Metode analisis yang digunakan yaitu *discounted cash flow* pendekatan *free cash flow to equity* (FCFE) dan *relative valuation* pendekatan *price to book value* (PBV). Data diperoleh dari laporan keuangan yang telah diaudit periode tahun 2011-2015 sedangkan untuk nilai saham yang diharapkan oleh investor menggunakan pendekatan pivot point tahunan dengan data saham selama satu tahun.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa dengan metode FCFE saham BBRI, BMRI, BBNI dan BBCA bernilai *undervalued*, kemudian dengan metode PBV saham BBRI dan BBCA bernilai *overvalued* sedangkan saham BMRI dan BBNI bernilai *undervalued*. Metode yang paling direkomendasikan karena hasilnya mendekati dengan nilai yang diharapkan investor yaitu metode FCFE.

**Kata Kunci :** Nilai intrinsik, *discounted cash flow*, *relative valuation*, FCFE, PBV, *undervalue*, *overvalue*

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Kasih atas segala penyertaan dan berkat-Nya sehingga penulis telah menyelesaikan penyusunan Tesis yang berjudul "Analisis Nilai Intrinsik Pada Saham Empat Bank Terbesar Nasional Periode Dengan Metode *Discounted Cash Flow* dan *Relative Valuation* Untuk Peramalan Nilai Saham Ekspektasian Dalam Pengambilan Keputusan Investasi". Penyusunan tesis ini merupakan suatu syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Katolik Soegiyapranoto Semarang.

Dalam pelaksanaan penyusunan tesis ini penulis mendapatkan banyak masukan, bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak yang sangat bermanfaat. Oleh karena itu pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan terima kasih yang setulusnya kepada:

1. Drs. Sentot Suciarto A, MP. Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Katolik Soegiyapranoto Semarang beserta segenap jajarannya.
2. Dr. Agatha Ferijani selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Katolik Soegiyapranoto Semarang.
3. Dr. Elizabeth Lucky M, M.Si selaku dosen pembimbing satu dan Wisnu Djati, SE, M.Si selaku dosen pembimbing dua yang telah memberikan bimbingan dan dukungan selama penelitian hingga selesainya penyusunan tesis.
4. Prof. Dr. Andreas Lako, SE, M.Si selaku Ketua Tim Penguji dan Eny Trimeiningrum, SE, M.Si selaku tim penguji yang telah membantu dalam penyelesaian tesis ini.
5. Seluruh dosen, karyawan, staf Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Katolik Soegiyapranoto Semarang.

Demikian semoga tesis ini dapat berguna dan memberikan kontribusi.

Penulis

## HALAMAN MOTTO DAN PERSEMBAHAN

### MOTTO

*Dalam tinggal tenang dan percaya, terletak kekuatanmu.*

*(Yesaya 30:15)*

### PERSEMBAHAN

Tesis ini dipersembahkan dengan segala kerendahan hati bagi :

1. Allah Bapa, Yesus dan Roh Kudus beserta Bunda Maria yang senantiasa menemani dan menuntun setiap langkah penulis.
2. Alm. Papa Agustinus Bambang Susanto dan Alm. Mgr. Johannes Pujasumarta untuk setiap doa dan motivasi baik ketika masih di dunia ini maupun ketika sudah berada di kehidupan yang kekal.
3. Mama Caecilia Nina Bintarini, kakak Alfonsus Bayu Fajar, kakak Brigitta Putri Agustin, adik Dominique Novia Indah Mentari, dan keponakan Evan dan Kayla yang senantiasa mendukung baik secara lahir maupun batin.
4. Romo FX. Alip Suwito, Pr untuk setiap pencerahan dan bimbingan yang telah diberikan sehingga menjadi bekal untuk memaknai kehidupan ini.
5. Teman-teman yang setia hadir dengan segala keunikan dan talentanya untuk memberikan warna dalam hidup.



## DAFTAR ISI

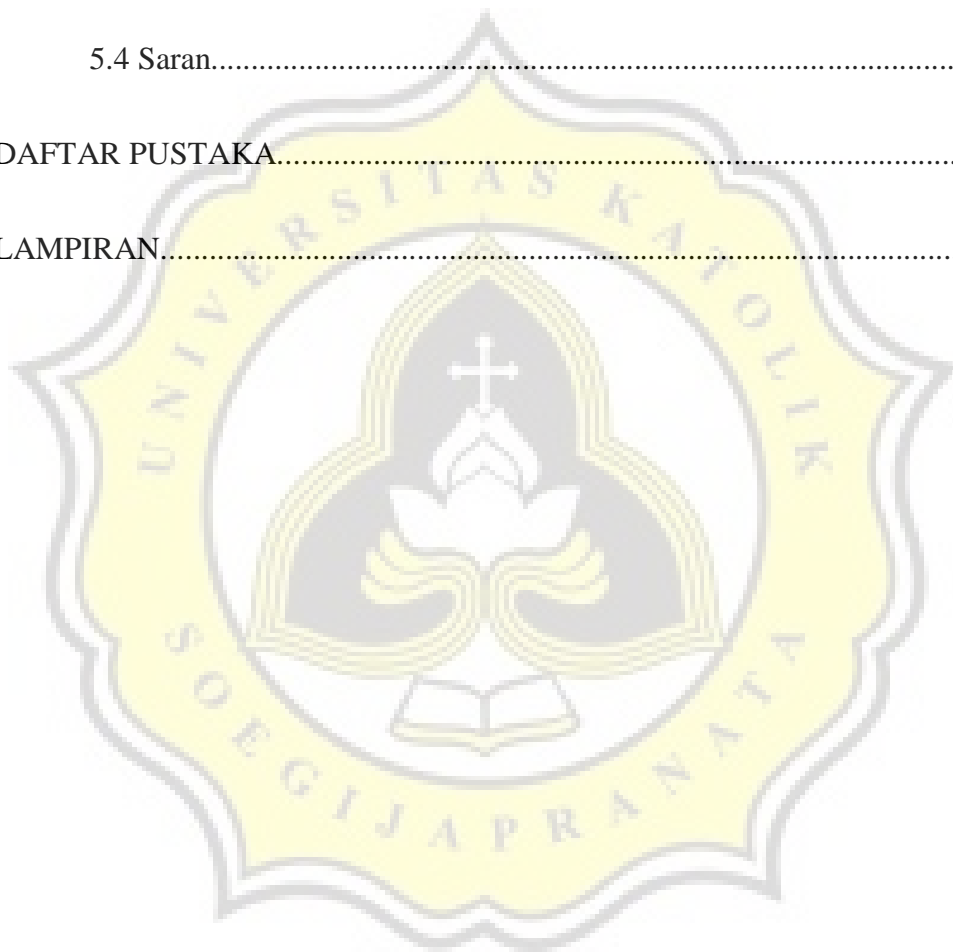
HALAMAN JUDUL .....	i
PERNYATAAN KEASLIAN TESIS .....	ii
HALAMAN PERSETUJUAN PEMBIMBING .....	iii
HALAMAN PENGESAHAN .....	iv
ABSTRACT .....	v
ABSTRAK .....	vi
KATA PENGANTAR .....	vii
HALAMAN MOTTO DAN PERSEMBAHAN .....	viii
DAFTAR ISI .....	ix
DAFTAR TABEL .....	xiv
DAFTAR GAMBAR .....	xvi
DAFTAR RUMUS .....	xviii
DAFTAR LAMPIRAN .....	xxii
I. BAB I PENDAHULUAN .....	1
1.1 Latar Belakang Masalah .....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	27
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian .....	27

II. BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....	29
2.1 Analisis Fundamental.....	29
2.1.1. Analisis <i>Top-Down</i> .....	30
2.1.1.1 Analisis Makro Ekonomi.....	30
2.1.1.2 Analisis Industri.....	34
2.1.1.3 Analisis Mikro Perusahaan.....	37
2.2 Valuasi Saham.....	39
2.2.1 Estimasi Tingkat Diskonto.....	40
2.2.2 Estimasi Pertumbuhan ( <i>Growth</i> ).....	46
2.3 Proses Valuasi Saham.....	49
2.4 Metode Valuasi Saham.....	51
2.4.1 Metode <i>Discounted Cash Flow</i> .....	51
2.4.1.1 Arus Kas Bebas untuk Perusahaan (FCFF).....	52
2.4.1.2 Arus Kas Bebas untuk Ekuitas (FCFE).....	56
2.4.2 Metode <i>Relative Valuation</i> .....	57
2.4.2.1 Rasio harga/laba.....	59
2.4.2.2 Rasio harga terhadap nilai buku .....	59
2.4.2.3 <i>Revenue Multiple (Sales Ratio)</i> .....	60
2.5 Pivot Point.....	60

2.6 Penelitian Terdahulu.....	61
2.7 Hipotesis.....	63
2.8 Kerangka Pikir.....	79
2.9 Definisi Operasional.....	81
BAB 3 METODE PENELITIAN DAN ANALISIS.....	85
3.1 Jenis dan Sumber Data.....	85
3.2 Metode Pengumpulan Data.....	85
3.3 Analisis Data.....	86
3.3.1 Metode <i>Discounted Cash Flow</i> .....	86
3.3.2 Metode <i>Relative Valuation</i> .....	89
3.3.3 Perbandingan Metode DCF dan RV.....	90
BAB 4 HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	91
4.1 Gambaran Umum Perusahaan.....	91
4.1.1 PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk.....	91
4.1.2 PT. Bank Mandiri, Tbk.....	94
4.1.3 PT. Bank Negara Indonesia, Tbk.....	97
4.1.4 PT. Bank Central Asia, Tbk.....	100
4.2 Analisa <i>Top Down</i> .....	103

4.2.1 Analisi Makro Ekonomi.....	103
4.2.1.1 Produk Domestik Bruto.....	103
4.2.1.2 Inflasi.....	105
4.2.1.3 Nilai Tukar.....	108
4.2.1.4 Tingkat Suku Bunga.....	110
4.2.2 Analisis Industri.....	114
4.2.2.1 Analisis Industri Perbankan Tahun 2011.....	114
4.2.2.2 Analisis Industri Perbankan Tahun 2012.....	117
4.2.2.3 Analisis Industri Perbankan Tahun 2013.....	120
4.2.2.4 Analisis Industri Perbankan Tahun 2014.....	122
4.2.2.5 Analisis Industri Perbankan Tahun 2015.....	124
4.2.2.6 Rangkuman Analisis Industri Perbankan.....	129
4.2.3 Analisis Mikro Perusahaan.....	131
4.2.3.1 Menghitung Nilai Intrinsik dengan FCFE.....	132
4.2.3.2 Menghitung Nilai Intrinsik dengan PBV.....	141
4.2.3.3 Matriks Perbandingan Metode FCFE dan RV.....	145
4.3 Pengujian Hipotesis.....	148
4.4 Implikasi Manajerial.....	154

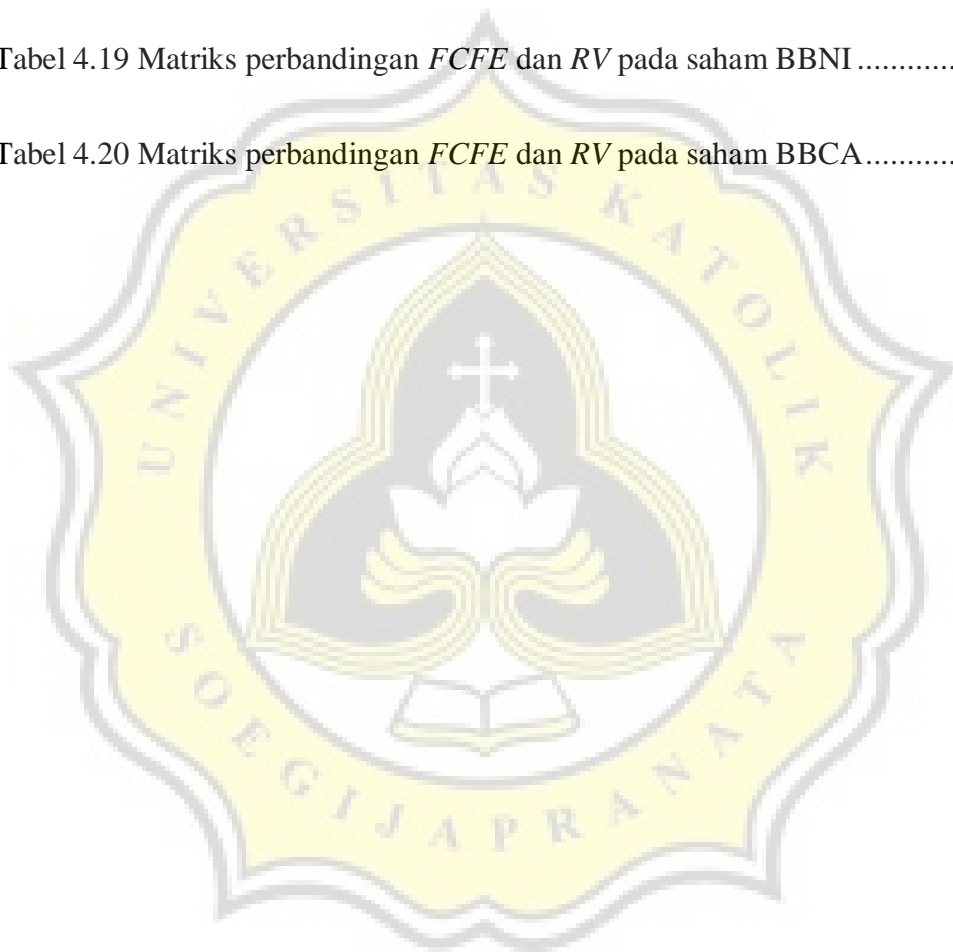
BAB 5 PENUTUP.....	157
5.1 Kesimpulan.....	157
5.2 Implikasi Penelitian.....	158
5.3 Keterbatasan Penelitian.....	159
5.4 Saran.....	159
DAFTAR PUSTAKA.....	161
LAMPIRAN.....	167



## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Indikator Bank Umum di Indonesia Tahun 2011-2015.....	7
Tabel 2.1 Metode Analisis Kualitatif.....	37
Tabel 4.1 Pertumbuhan Laba dan Dividen BBRI tahun 2011-2015.....	92
Tabel 4.2 Pertumbuhan Laba dan Dividen BMRI tahun 2011-2015.....	96
Tabel 4.3 Pertumbuhan Laba dan Dividen BBNI tahun 2011-2015.....	98
Tabel 4.4 Pertumbuhan Laba dan Dividen BBKA tahun 2011-2015 .....	101
Tabel 4.5 Laju Pertumbuhan Riil PDB Menurut lapangan Usaha .....	104
Tabel 4.6 Inflasi Indonesia Tahun 2011-2015.....	105
Tabel 4.7 Hasil Perhitungan DPR.....	133
Tabel 4.8 Hasil Perhitungan ROE .....	134
Tabel 4.9 Hasil Perhitungan <i>Grwoth</i> .....	135
Tabel 4.10 Hasil Perhitungan <i>Cost of Equity</i> .....	136
Tabel 4.11 Hasil Perhitungan <i>FCFE</i> .....	137
Tabel 4.12 Hasil Perhitungan Nilai Intrinsik <i>FCFE Stable Growth</i> .....	138
Tabel 4.13 Hasil Perhitungan Nilai Saham dengan <i>FCFE</i> .....	139
Tabel 4.14 Hasil Perhitungan <i>PBV</i> per tahun.....	141

Tabel 4.15 Hasil Perhitungan <i>PBV</i> perusahaan pembanding .....	142
Tabel 4.16 Hasil Perhitungan Nilai Intrinsik dengan metode <i>PBV</i> .....	143
Tabel 4.17 Matriks perbandingan <i>FCFE</i> dan <i>RV</i> pada saham BBRI .....	145
Tabel 4.18 Matriks perbandingan <i>FCFE</i> dan <i>RV</i> pada saham BMRI .....	146
Tabel 4.19 Matriks perbandingan <i>FCFE</i> dan <i>RV</i> pada saham BBNI .....	147
Tabel 4.20 Matriks perbandingan <i>FCFE</i> dan <i>RV</i> pada saham BBKA.....	148



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Data PDB dan Inflasi Tahun 2011-2015.....	2
Gambar 1.2 Tingkat Suku Bunga Tahun 2011-2015.....	5
Gambar 1.3 Rasio Permodalan / <i>CAR</i> BBRI Tahun 2011-2015 .....	10
Gambar 1.4 Rasio Aktiva Produktif / <i>NPL</i> BBRI Tahun 2011-2015 .....	11
Gambar 1.5 Rasio Likuiditas / <i>LDR</i> BBRI Tahun 2011-2015 .....	12
Gambar 1.7 Rasio Permodalan / <i>CAR</i> BMRI Tahun 2011-2015.....	13
Gambar 1.8 Rasio Aktiva Produktif / <i>NPL</i> BMRI Tahun 2011-2015 .....	14
Gambar 1.9 Rasio Likuiditas / <i>LDR</i> BMRI Tahun 2011-2015 .....	15
Gambar 1.10 Rasio Permodalan / <i>CAR</i> BBNI Tahun 2011-2015 .....	16
Gambar 1.11 Rasio Aktiva Produktif / <i>NPL</i> BBNI Tahun 2011-2015 .....	17
Gambar 1.12 Rasio Likuiditas / <i>LDR</i> BBNI Tahun 2011-2015 .....	18
Gambar 1.13 Rasio Permodalan / <i>CAR</i> BBKA Tahun 2011-2015 .....	19
Gambar 1.14 Rasio Aktiva Produktif / <i>NPL</i> BBKATahun 2011-2015.....	20
Gambar 1.15 Rasio Likuiditas / <i>LDR</i> BBKA Tahun 2011-2015.....	20
Gambar 2.1 <i>The Five Forces</i> .....	35
Gambar 2.2 <i>Product Life Cycle</i> .....	36



Gambar 2.3 Proses Valuasi Saham.....50

Gambar 2.4 Kerangka Pikir.....80



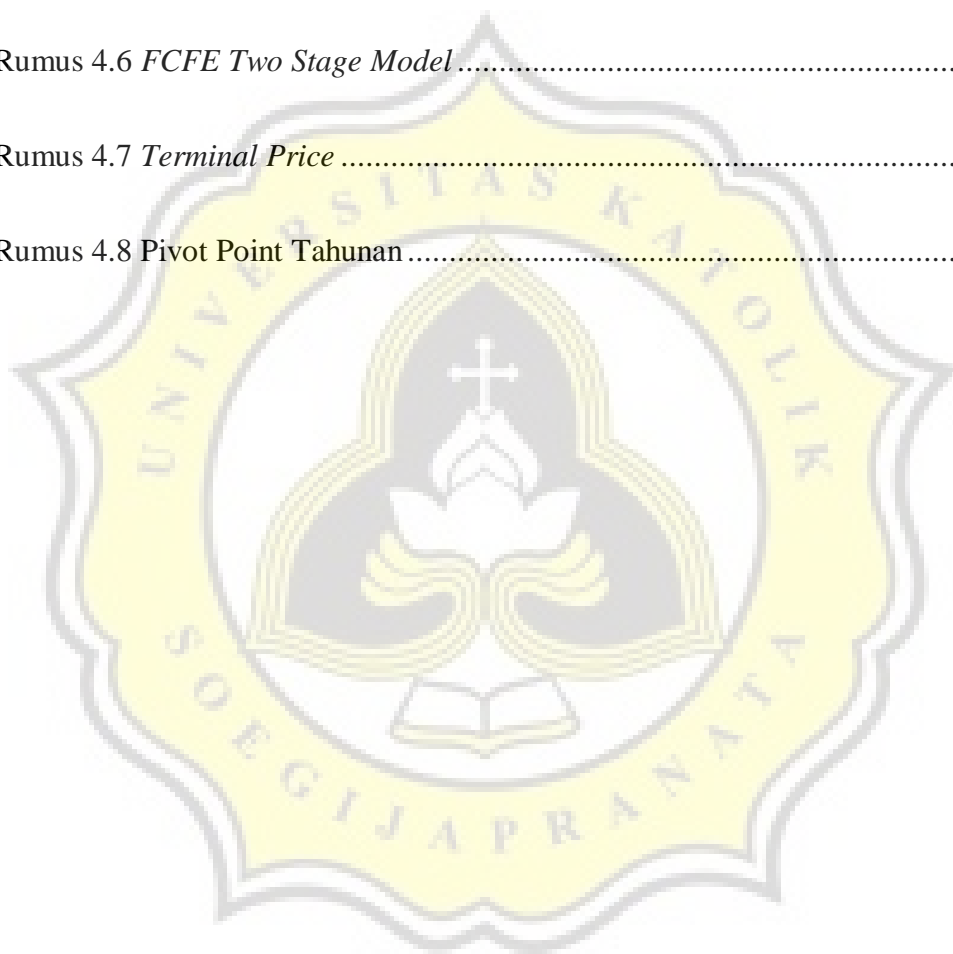
## DAFTAR RUMUS

Rumus 2.1 Biaya Ekuitas .....	40
Rumus 2.2 <i>Cost of Equity</i> Pendekatan CAPM .....	41
Rumus 2.3 Beta Pasar Historis .....	43
Rumus 2.4 Beta Fundamental.....	44
Rumus 2.5 <i>Cost of Equity</i> Pendekatan <i>Dicounted Dividen Model</i> .....	44
Rumus 2.6 Biaya Modal.....	45
Rumus 2.7 <i>Cost of Preffered Stock</i> .....	45
Rumus 2.8 <i>Growth in Equity Earnings</i> .....	47
Rumus 2.9 <i>Growth</i> dalam EPS .....	47
Rumus 2.10 <i>Expected Growth in Net Income</i> .....	48
Rumus 2.11 ROE.....	48
Rumus 2.12 <i>Growth</i> dengan ROE .....	48
Rumus 2.13 <i>Expecting Growth in Operating Income</i> .....	49
Rumus 2.14 <i>Reinvestment Rate</i> .....	49
Rumus 2.15 <i>Return on Capital</i> .....	49
Rumus 2.16 <i>Discounted Cash Flow</i> .....	52

Rumus 2.17 Arus Kas Bebas untuk Ekuitas (FCFE) .....	53
Rumus 2.18 <i>FCFE</i> .....	53
Rumus 2.19 <i>FCFE for Banking</i> .....	53
Rumus 2.20 <i>Value of Equity</i> .....	53
Rumus 2.21 <i>FCFE Constant Growth</i> .....	54
Rumus 2.22 <i>FCFE Two Stage</i> .....	54
Rumus 2.23 <i>Terminal Value</i> .....	55
Rumus 2.24 <i>FCFE Three Stage (E Model)</i> .....	55
Rumus 2.25 Arus Kas Bebas untuk Perusahaan (FCFF) .....	56
Rumus 2.26 <i>FCFF</i> .....	56
Rumus 2.27 <i>Value of Firm</i> .....	57
Rumus 2.28 <i>FCFF Stable Growth</i> .....	57
Rumus 2.29 <i>Value of Firm FCFF</i> .....	57
Rumus 2.30 <i>PE Ratios</i> .....	59
Rumus 2.31 <i>Price to Book Ratio</i> .....	59
Rumus 2.32 <i>PBV</i> .....	59
Rumus 2.33 <i>PBV Stable Growth</i> .....	59
Rumus 2.34 <i>Price to Sales Ratio</i> .....	60

Rumus 2.35 <i>Value to Sales Ratio</i> .....	60
Rumus 2.36 Pivot Point .....	60
Rumus 2.37 <i>Growth</i> .....	81
Rumus 2.38 <i>Cost of Equity</i> .....	81
Rumus 2.39 <i>FCFE for Banking</i> .....	81
Rumus 2.40 <i>FCFE Stable Growth</i> .....	83
Rumus 2.41 <i>PBV</i> .....	83
Rumus 2.42 Pivot Point Tahunan .....	84
Rumus 3.1 <i>Growth</i> .....	87
Rumus 3.2 <i>Dividen Payout Ratio</i> .....	87
Rumus 3.3 <i>Return On Equity</i> .....	87
Rumus 3.4 <i>Cost of Equity</i> .....	88
Rumus 3.5 <i>FCFE</i> .....	88
Rumus 3.6 <i>FCFE Two Stage Model</i> .....	89
Rumus 3.7 <i>Terminal Price</i> .....	89
Rumus 3.8 Pivot Point Tahunan .....	89
Rumus 3.8 <i>Price to Book Value</i> .....	89
Rumus 4.1 <i>Growth</i> .....	132

Rumus 4.2 <i>Dividen Payout Ratio</i> .....	132
Rumus 4.3 <i>Return on Equity</i> .....	134
Rumus 4.4 <i>Cost of Equity</i> .....	134
Rumus 4.5 <i>FCFE</i> .....	137
Rumus 4.6 <i>FCFE Two Stage Model</i> .....	137
Rumus 4.7 <i>Terminal Price</i> .....	138
Rumus 4.8 <i>Pivot Point Tahunan</i> .....	138



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Penelitian Terdahulu .....	167
Lampiran 2	Perhitungan DPR .....	173
Lampiran 3	Perhitungan ROE .....	174
Lampiran 4	Perhitungan <i>Growth</i> .....	175
Lampiran 5	Perhitungan <i>Cost of Equity</i> .....	176
Lampiran 6	<i>FCFE Calculation</i> .....	178
Lampiran 7	Perhitungan Nilai Intrinsik dengan Metode FCFE .....	180
Lampiran 8	Perhitungan Pivot Point .....	184
Lampiran 9	Perhitungan PBV .....	185
Lampiran 10	Perhitungan PBV Perusahaan Pembanding .....	186
Lampiran 11	Perhitungan Nilai Intrinsik dengan Metode PBV .....	187